

4

O comportamento das taxas de juros em regimes de câmbio controlado

O objetivo desse capítulo é investigar os resultados, do ponto de vista de um investidor, de especulações cambiais em regimes de câmbio controlado. Documentaremos o comportamento das taxas de juros em regimes desse tipo. Essa documentação será feita através do cálculo de retornos acumulados das taxas de juros domésticas e estrangeiras medidas numa mesma moeda (a moeda externa). Procuraremos determinar se os diferenciais de juros acumulados por um agente que apostasse na moeda de um país que realiza controle cambial permanecem positivos depois de uma flexibilização desse regime.

4.1.

Procedimento e dados

O retorno acumulado das taxas de juros domésticas medido em moeda estrangeira é dado pela fórmula:

$$\prod_{t=0}^T \left[(1 + i_{t,t+1}) \left(\frac{S_{t+1}}{S_t} \right) \right] \quad (25)$$

Onde t indica tempo, sendo igual à zero no início do episódio. A taxa $i_{t,t+1}$ é a taxa de juros doméstica válida entre t e $t+1$ e S_t é o preço a vista da moeda doméstica em t em termos de moeda externa.

O retorno acumulado das taxas de juros estrangeiras medido na próprias moeda estrangeira é:

$$\prod_{t=0}^T (1 + i^*_{t,t+1}) \quad (26)$$

Onde i^* denota a taxa de juro estrangeira⁴⁶. Por último, o diferencial de juros acumulados e medidos em moeda externa é igual a diferença entre (25) e (26)⁴⁷.

Devemos definir quais serão os episódios analisados. Cada episódio começa no instante no qual o país adota o regime de câmbio controlado e termina no instante o qual o país abandona o regime, adotando um regime de câmbio mais flexível. Dessa forma, avaliaremos somente episódios inteiros (desde o momento de implementação até o momento de abandono) para o qual temos dados disponíveis. Cada episódio diz respeito a somente um país, e um país pode ter mais de um episódio. Obviamente, esse procedimento gera um viés de seleção já que considera apenas episódios de câmbio controlado que terminaram, enquanto nada nos garante que todo regime desse tipo deverá um dia acabar. No entanto, nada nos indica *ex ante* para que lado deva apontar esse viés, já que consideramos não só apenas aqueles episódios que terminaram mas também apenas aqueles para os quais conhecíamos o início.

Uma vez calculados os retornos acumulados das taxas domésticas e estrangeiras para cada país em cada episódio, será feita uma comparação desses retornos. Em particular, será analisado se os ganhos com os diferenciais de juros (medidos na mesma moeda) permanecem positivos após o fim de cada episódio.

Os dados utilizados têm frequência mensal e foram obtidos através do sistema IFS do FMI. As taxas de câmbio estão cotadas em moeda nacional por dólar americano (USD) e o valor corresponde à taxa do final do mês⁴⁸. Como queremos as taxas de câmbio cotadas em na moeda externa (que nem sempre é o Dólar, sendo em alguns casos uma cesta de moedas individuais) procedemos da seguinte maneira: primeiro transformamos a taxa em dólar em taxas cotadas na(s) moeda(s) nas quais os regimes cambiais se baseiam. Em seguida criamos uma moeda índice que é a média ponderada das moedas que compõem a cesta. A composição da cesta foi obtida através das cronologias de Reinhart e Rogoff (2004), que descreveremos com mais detalhe na próxima secção. As taxas de

⁴⁶ Cabe aqui explicar o significado atribuído às palavras estrangeira e doméstica. A seguir selecionaremos episódios de regime de câmbio controlado em diversos países. Esses regimes fixam a taxa de câmbio em uma moeda ou numa cesta de moedas. Assim, para referir à taxa de câmbio ou juros do país com regime de câmbio controlado usamos a designação 'doméstica'. Com externa ou estrangeira nos referimos à moeda ou cesta de moedas na qual foi atrelada a taxa de câmbio (moeda âncora).

⁴⁷ Assim, por diferencial positivo de juros queremos dizer que taxa de juros doméstica é maior que a taxa da moeda externa.

⁴⁸ As taxas de câmbio estão compiladas na linha: "...AE.ZF."

juros são medidas em % ao ano e se referem às taxas de juros oferecidas a depósitos em moeda nacional⁴⁹. Como usamos dados mensais, os dados de juros escolhidos foram taxas de depósitos de maturidade de 1 mês ou o mais próximo possível disso.

4.2. Regimes de câmbio

Essa seção explica como será feita a distinção entre regimes de câmbio controlado e flutuante. Para tanto, nos voltaremos brevemente à história da literatura de regimes cambiais.

O artigo de Mussa (1986) teve um papel importante na literatura de regimes cambiais ao chamar a atenção sobre as conseqüências econômicas da escolha de um determinado tipo de regime. Uma conclusão do artigo era de que um regime de câmbio nominal tinha forte influência na determinação da taxa real de câmbio. A literatura que se seguiu tinha por objetivo determinar a importância do regime cambial sobre diversas variáveis macroeconômicas, incluindo a própria taxa real de câmbio, inflação, crescimento, entre outras. Em grande medida, esses estudos eram baseados em dados de regimes de câmbio compilados pelo FMI. A essa classificação é chamada de classificação *de jure* de regimes cambiais. A classificação *de jure* do FMI é disponibilizada no *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions* e segue uma divisão de oito possíveis regimes⁵⁰. Cada país, através de sua autoridade monetária, reporta seu regime ao FMI.

Dessa forma, a classificação *de jure* diz respeito ao regime cambial que os países dizem seguir e não necessariamente ao regime cambial que os países de fato seguem. Diversos artigos notaram que a diferença entre o que os bancos centrais fazem e o que eles dizem fazer é, em vários casos, não negligenciável. Calvo & Reinhart (2002), para citar só um exemplo, notam que a maioria dos países que declaravam praticar regimes de flutuação livre, na verdade sofriam do *fear of floating*, ou seja, praticavam políticas a fim de baixar a volatilidade

⁴⁹ As taxas de juros estão compiladas na linha 601 do IFS.

⁵⁰ Que são: *Exchange arrangement with no separate legal tender, Currency board arrangement, Conventional pegged arrangement, Pegged exchange rate within horizontal bands, Crawling peg, Crawling band, Managed floating with no pre-announced path for the exchange rate, Independently floating*. A classificação do FMI tem mudado com o tempo. Antes de 1998, o fundo classificava os países em 4 possíveis regimes. Ver Reinhart e Rogoff (2004).

cambial, pois não desejavam que a taxa de câmbio fosse demasiadamente volátil⁵¹.

Esse descompasso entre a classificação oficial e os regimes reais praticados fez surgir classificações alternativas. Essas classificações tanto expandiram a gama de possíveis regimes a ser praticados, quanto pretendiam classificar os países de maneira mais realista dentro dessa gama. Como essas novas classificações se baseavam no que as autoridades realmente praticavam, elas foram denominadas *de facto* em oposição à existente classificação *de jure*.

Um dos passos iniciais foi Ghosh et. Al. (1997) que continuaram se baseando na classificação 'oficial' do FMI, mas usaram dados de câmbio nominal para classificar os regimes de maneira distinta e com isso realizar testes de robustez.

Levy-Yeyati & Sturzenegger (2002) usaram três variáveis (mudanças na taxa nominal de câmbio, volatilidade dessas mudanças e volatilidade das reservas internacionais) para classificar os regimes cambiais através de análises de cluster. O sistema de cluster agrupa as observações em quatro grupos: *Crawling peg*, no qual as mudanças na taxa nominal ocorrem de maneira estável; Flexível, que tem baixa volatilidade nas reservas e alta volatilidade cambial; Fixo, que tem alta volatilidade nas reservas e baixa volatilidade cambial; e Flutuação suja, que possui volatilidade nas três variáveis. As características são descritas pela O eixo y denota o acumulado em USD começando com 1 USD em outubro de 1997, os gráficos vão até novembro de 2006. O primeiro gráfico compara o portfólio grande com os T-Bills e o mercado de ações americano, e o segundo gráfico compara os portfólios grande, pequeno e o grande 'ajustado' para crises cambiais.

Fonte: Burnside et. al. (2007).

⁵¹ Um outro artigo, Calvo & Reinhart (2002), explicam porque existe essa relutância dos países, principalmente os emergentes, em adotar um regime totalmente flexível.

Tabela 1.

A classificação usada por esse trabalho será o *esquema de classificação natural* de Reinhart & Rogoff (2004) (que chamaremos R&R daqui em diante)⁵². Esses autores notam mais problemas com a classificação oficial do FMI do que apenas a dicotomia entre o *de facto* e *de jure* (entre o que os bancos centrais fazem e o que dizem que fazem). Segundo eles, uma variedade de controle de capitais e taxas múltiplas de câmbio foi usada por vários países de uma maneira muito mais freqüente do que em geral se pensa. Em diversos casos a taxa de câmbio do mercado paralelo era significativamente diferente da taxa oficial. Assim, o uso de taxas oficiais de câmbio poderia dar uma falsa idéia de qual seria a política monetária subjacente.

Além disso, os autores notam que reconhecer oposições entre os regimes *de jure* e *de facto* não significa que a informação contida na classificação oficial do FMI seja sem utilidade alguma⁵³. Assim, R&R propõem uma classificação que chamam de *natural*, pois usa diversas fontes de informação, em contraposição à classificação *artificial* do FMI, que usa uma única fonte de informação. Dentre as informações usadas pelos autores estão: Dados de mercado paralelo de câmbio, a própria classificação de *jure*, dados de câmbio oficial, dados de inflação e uma cronologia completa de eventos relevantes de cada país. Com isso os autores montam um algoritmo capaz de classificar mensalmente o regime cambial de cada país em quinze possíveis categorias, conforme mostra a Tabela 2.

Dois procedimentos adotados pelo algoritmo de R&R diferem substancialmente dos procedimentos alternativos. O primeiro deles é a separação entre casos para os quais existem dados de mercado paralelo (negro) de câmbio e/ou taxas múltiplas de câmbio, e casos para os quais não existem. Caso se verifique a presença de mercado paralelo, a classificação é feita baseada nos dados da taxa de câmbio de mercado (paralela). O segundo procedimento que difere de todos métodos anteriores de classificação é a presença da categoria *freely falling*. Essa categoria abrange os casos de

⁵² A classificação R&R é disponibilizada ao público através do site dos autores e vai até 2001. Barry Eichengreen disponibiliza em seu site a classificação feita através do algoritmo de R&R em freqüência anual que vai de 2002 a 2004.

episódios com inflação maior do que 40% ao mês. Segundo R&R, nesses episódios a inflação causa distorções que justificam a criação de uma categoria que separe esses casos dos casos de flutuação livre (*freely floating*). Além desses dois procedimentos, a classificação de R&R é desenvolvida com o apoio de uma extensa cronologia da história dos regimes cambiais e importantes fatos da política cambial de cada país. Esse trabalho optou por acompanhar a classificação de R&R por esses três motivos e porque a frequência de classificação é mensal, sem essa frequência os cálculos de retornos das taxas de juros seriam demais imprecisos.

Como o objetivo do trabalho é documentar o comportamento dos juros e regimes de câmbio administrado, precisamos, antes de tudo, determinar exatamente o que queremos dizer com administrado. Escolhemos considerar como administrado o regime cambial que estiver entre as categorias 1 e 8. Quando o regime estiver entre as categorias 9 e 15 considerá-lo-emos como flexível⁵⁴. O Gráfico 3 mostra o número de países que praticavam regimes de câmbio controlado de janeiro de 1940 a dezembro de 2004. Enquanto a

Tabela 3 mostra quais países praticavam esse tipo de regime no fim de 2004.

4.3. Os episódios - descrição

Uma vez definida a maneira de separar regimes cambiais entre flexível e administrado, o passo seguinte é escolher os episódios a serem analisados. Como explicamos na primeira seção desse capítulo, selecionamos apenas episódios completos, isto é, com dados do começo ao fim do regime de câmbio administrados⁵⁵.

⁵³ A esse respeito, ver Genberg & Swoboda (2005) que argumentam que tanto as classificações *de jure* quanto as *de facto* possuem informações úteis e devem ser levadas em consideração.

⁵⁴ Como foi dito, a classificação de R&R usa informação contida nas taxas de câmbio do mercado paralelo. Nos casos em que a classificação se baseou nas taxas do mercado negro, R&R classificam o regime como *dual markets* e apontam qual é a classificação que corresponde à taxa oficial do governo do país em questão (essa informação encontra-se somente nas cronologias do artigo). Nesses casos optamos por seguir a classificação que corresponde às taxas de câmbio oficial já que são essas as taxas de câmbio utilizadas por este trabalho.

⁵⁵ Selecionamos apenas os episódios com duração de cinco meses ou mais. Com isso excluímos um caso, o do Brasil de janeiro a março de 1989, que durou apenas três meses. Da mesma maneira desconsideramos casos de interrupções muito curtas em regimes de câmbio controlado. Assim, ficamos com apenas um caso de regime de câmbio controlado

São 43 os episódios completos selecionados. Esses estão compilados na Tabela 4, ordenados pela data de início do regime. Além desses 43 episódios, acompanharemos outros 5 episódios para os quais não há dados disponíveis para o período completo, mas há dados por um período extenso. Os cinco episódios incompletos estão na

Tabela 5. Desses cinco episódios, dois são de países europeus que terminaram durante a crise do ERM. Os outros três são países asiáticos que abandonaram o regime de câmbio controlado durante a crise asiática. A coluna 2 mostra quando começam os dados disponíveis para esse regime de câmbio.

4.4. Resultados

A Figura 1 ilustra os cálculos apresentados na primeira seção desse capítulo. Ela mostra o episódio de câmbio controlado na Argentina entre 1979 e 1981 e algumas estatísticas descritivas compiladas. As linhas azul e verde são os retornos nominais acumulados das taxas *Fed Funds* e *Treasury Bills* respectivamente. A linha vermelha mostra os retornos acumulados das taxas de juros da Argentina medidas em dólares americanos (USD) (para cada dólar investido no começo do regime). Nesse episódio, o retorno dos juros domésticos acumulados em USD atinge seu nível máximo (pico) um mês antes do abandono do regime que ocorreu em fevereiro de 1981. Nesse ponto, em 25 meses de regime o diferencial de juros acumulou 60%. Durante o regime, a depreciação de 53% do peso argentino foi mais do que excedida pelos retornos nominais das taxas de juros que acumularam 311% no período. Após o fim do regime o peso depreciou 50% em quatro meses corroendo todo o diferencial de juros acumulado desde o início do regime. O ponto onde isso acontece é o cruzamento das linhas vermelha e verde, chamaremos esse processo de *wipe out*.

Nas tabelas 6 e 7 reportamos, para todos os episódios, as estatísticas descritivas ilustradas na Figura 1. O apêndice 10.1 mostra os gráficos com retornos acumulados para cada um dos episódios completos e o apêndice 10.2 mostra os mesmos gráficos para os episódios incompletos, as setas indicam o momento do colapso do regime e outros eventos relevantes indicados.

no Japão (de abril de 1959 a outubro de 1977) desconsiderando os quatro meses (setembro a dezembro de 1971) segundo o qual R&R o consideram flexível.

Na quinta coluna da Tabela 6, temos o diferencial de juros nominais acumulados entre a moeda do país e a moeda âncora durante todo o regime. Em praticamente todos os casos, esses diferenciais são positivos. Ademais, a não ser pelos dois países cujos diferenciais nominais acumulados são negativos (Japão e Singapura), os juros domésticos se mantêm durante quase todo o período acima dos juros externos⁵⁶. Assim, os diferenciais nominais calculados segundo a metodologia da seção 5.2 não equivalem à estratégia de *carry trade* em função dos casos mencionados. Não obstante, como na maioria dos casos os juros domésticos excedem o da moeda âncora, os resultados são bastante semelhantes ao do *carry trade* (sendo idênticos para os casos onde o diferencial de juros é sempre positivo).

As altas taxas de juros praticadas em regimes de câmbio controlado podem ocorrer porque os governos queiram defender o regime atraindo capitais. Outro possível motivo é que as altas taxas de juros e o regime cambial sejam ambos partes de um programa de combate à inflação. Ainda, essas taxas de juros podem refletir um prêmio por uma possível desvalorização futura. A sexta coluna da Tabela 6 (diferença entre a inflação doméstica e a inflação da moeda âncora durante todo o período) mostra que, em grande parte, o que estava por trás de tais diferenciais de juros era a inflação da moeda doméstica. O Gráfico 4 é um diagrama de dispersão entre as variáveis. Sem nenhuma novidade, a correlação simples entre as variáveis é positiva e igual a 0,60. O gráfico mostra a reta $x=y$ que evidencia que em muitos casos a inflação acumulada era maior que o diferencial. O que significa que os diferenciais de juros reais, diferentemente dos nominais, não foram sistematicamente positivos.

A Tabela 7 continua com as estatísticas descritas na Figura 1. A segunda coluna mostra a desvalorização⁵⁷ ocorrida durante o regime de câmbio controlado. A desvalorização não é sempre nula, pois o regime cambial não era necessariamente fixo, podendo operar por bandas. Mesmo assim, surpreende a magnitude elevada da desvalorização de alguns episódios. Em grande parte essas desvalorizações são provocadas por reajustes da paridade cambial dentro do próprio regime de câmbio. Em alguns casos (como a Indonésia, Polônia e

⁵⁶As poucas exceções são a Malásia que teve taxa de juros menores que a americana em algumas ocasiões. Tailândia, Islândia, Indonésia e Jamaica também tiveram por pouco tempo as taxas de juros menores que a americana durante o fim da década de 1970 e início da década de 1980, na administração de Paul Vocker do Banco Central dos E.U.A.. E, por último, Finlândia, também por pouco tempo em meados da década de 1990.

⁵⁷ A desvalorização é medida como $[1 - (S_{t+k}/S_t)] \times 100$ onde S_t é a taxa de câmbio (preço moeda doméstica).

Uganda) esses reajustes são perceptíveis nos gráficos do apêndice 10.1 A terceira coluna mostra o diferencial acumulado de juros (medidos na moeda âncora) no final de cada episódio, isto é, antes do colapso do regime. As desvalorizações que ocorrem dentro do próprio regime fazem com que 1/5 desses diferenciais sejam negativos. Um episódio com realinhamentos cambiais pode também pode ser compreendido como diversos episódios de câmbio controlado seguidos de uma desvalorização pontual. Isto é, poderíamos considerar um episódio desses, Indonésia, por exemplo, como sendo na verdade três episódios distintos. Aqui, todavia, consideraremos como apenas um episódio por dois motivos. O primeiro deles é que desejamos manter um mínimo de subjetividade na escolha dos casos analisados para tanto seguiremos a definição de regimes de R&R. O segundo motivo é que interessa compreender o que ocorre quando o regime cambial se flexibiliza de fato, e não apenas passa por um mero ajuste.

As duas colunas seguintes da Tabela 7 mostram maior diferencial acumulado em cada episódio (pico) e o momento onde ele ocorreu. A última coluna relata a partir de quantos meses os diferenciais acumulados no fim do regime são corroídos pela desvalorização que ocorre quando esse regime colapsa, tornando-os negativos (*wipe out*)⁵⁸. O Gráfico 5 e o Gráfico 6 mostram os histogramas desses valores para os 43 episódios completos e para todos os 48 episódios respectivamente. O fato relevante é que na grande maioria dos casos (81%) os diferenciais analisados tornam-se negativos. Isso pode ser visto nos gráficos do apêndice quando a linha vermelha situa-se abaixo da linha azul.

O motivo é que na grande maioria dos casos de flexibilização de regime cambial ocorrem desvalorizações. A Tabela 8 mostra a desvalorização que ocorre em cada um dos 43 episódios após o fim do controle cambial (1, 3, 6, 12 e 24 meses após). Vemos que nunca menos de 84% dos casos apresentam desvalorização nominal. A Tabela 9 mostra as mesmas estatísticas para os cinco casos incompletos. Isso mostra que flexibilizações de regimes ocorrem concomitantes a desvalorizações. Eichengreen & Masson (1998) argumenta que o melhor momento para abandonar um regime de câmbio fixo é quando os 'tempos são bons' e quando é provável que a moeda se valorize. Isso não é posto em prática. Frankel (1999) se pergunta que se é para um regime de câmbio fixo ser seguido de um regime mais flexível e se nesse momento é provável que ocorra uma desvalorização, então por que deveria esse regime ter

credibilidade desde o início? Os resultados dessa seção mostram que, empiricamente, a pergunta de Frankel faz sentido: dado que haverá uma flexibilização cambial, é muito provável que ela ocorra corroendo os juros altos acumulados na moeda desde o começo do regime.

Esses resultados podem ser interpretados como:

1) Um cômputo dos *payoffs* de apostas contra regimes de câmbio controlado. É claro que alguém que se apostasse contra a moeda de um país logo antes desse abandonar o regime de controle de câmbio teria, muito provavelmente, obtido *payoffs* positivos⁵⁹. Porém, os resultados acima mostram os *payoffs* de especulações contra a moeda ancorada são positivos mesmo quando o especulador não sabe o momento certo do fim do regime e começa sua aposta desde o início dele. Em outras palavras, se é sabido que um regime de câmbio controlado no fim das contas chegará ao fim, então apostar na sua manutenção muito provavelmente resultará em *payoffs* negativos.

Em primeiro lugar, esse resultado é relevante para um agente que deva decidir tomar posição ativa ou passiva em moeda doméstica frente à possibilidade do fim do regime cambial. Em segundo lugar esse fato tem relevância na formulação de política monetária nesse tipo de regime, em particular, no estabelecimento das taxas de juros para defender o regime. A defesa do câmbio controlado através da elevação das taxas de juros foi praticada por diversos governos durante ataques especulativos⁶⁰ e tem sido alvo de uma corrente especial da literatura de crises cambiais. A grande maioria desses artigos tenta responder a seguinte pergunta: “deve um governo defender o regime de câmbio fixo através da elevação das taxas de juros?”. Uma análise que permita responder essa pergunta divide-se naturalmente em duas: Na análise dos custos e benefícios envolvidos na manutenção (ou não) do regime de câmbio controlado⁶¹ e na análise da eficácia de uma defesa do regime que se baseie no aumento das taxas de juros.

Considerando a questão dos custos e benefícios envolvidos: uma taxa de juros oferece maiores retornos altos aos agentes de maneira a diminuir a pressão especulativa e adiando o abandono do regime para períodos mais tranquilos, minimizando assim os custos associados ao fim do controle

⁵⁸N significa que os diferenciais acumulados medidos na mesma moeda continuam positivos por no mínimo 15 meses, 0 significa que eles já eram negativos antes do fim do regime.

⁵⁹Pois vimos que a imensa maioria dos casos termina em desvalorização.

⁶⁰Como Suécia em 1992 e Coréia em 1997.

⁶¹Sobre esse *trade-off* do governo (o mesmo analisado nos modelos de segunda geração, capítulo 3) ver: Drazen (2000), Flood & Jeanne (2005) e Lahiri & Vegh (2005).

cambial⁶². Por outro lado, o uso dos juros como instrumento de defesa tem efeitos considerados nocivos e não desejados como: contração excessiva da demanda e do emprego, aumento do endividamento público e uma possível desestabilização do sistema financeiro⁶³.

Todos esses trabalhos tomam o ponto de vista do banco central e pressupõem uma forma de reação dos agentes especuladores⁶⁴. Os resultados desse capítulo mostram o ponto de vista dos especuladores: apostar na capacidade de o governo defender o regime e tentar obter retornos elevados através das altas taxas de juros pode se mostrar desastroso. Esse resultado negativo encontra respaldo na literatura que testa a eficácia da defesa do regime através dos juros: Kraay (2003) e Drazen & Hubrich (2006) encontram evidências negativas a respeito da eficácia das taxas de juros na manutenção do regime cambial. Um caso ilustrativo é a tentativa frustrada da Suécia em deter a especulação contra o *Krona* elevando as taxas de juros a níveis exorbitantes nos dias 17 e 18 de setembro de 1992, na véspera da crise. O gráfico do país no apêndice 10.2 mostra que mesmo taxas exorbitantes foram insuficientes para cobrir a desvalorização que ocorreu posteriormente. Dessa forma (*ex-post*) fica fácil entender o motivo da relutância dos especuladores em apostar na capacidade do governo em manter o regime cambial.

2) Podemos também interpretar os resultados acima como uma medida comparativa das desvalorizações que ocorrem no fim do regime de câmbio controlado⁶⁵. A comparação é feita com os diferenciais de juros praticados durante todo o regime. Vimos que muitos regimes cambiais controlados terminam com desvalorizações abruptas. Os colapsos desses regimes são em geral conseqüências de (ou concomitantes a) crises cambiais. O que os cálculos acima expostos mostram é que não só essas desvalorizações são elevadas, mas também que elas são, em 81% dos casos, suficientes pra corroer todo o diferencial de juros acumulados durante toda a duração do regime. Esse fato,

⁶² Eicheengreen & Mason (1998) notam que os custos de saídas de um regime controlado são maiores se o país está sob pressão especulativa. Esse fato implica que os países deveriam escolher flexibilizar as taxas de câmbio durante períodos tranquilos. Essa regra de bolso de política cambial, apesar de consensual na literatura (Asici & Wyploz 2003), parece ter sido ignorada pela maioria dos bancos centrais.

⁶³ Ainda, Eichengreen & Rose (2001) mostram os custos do abandono do regime são maiores caso o governo tenha tentado defender o regime e falhado do que se ele tivesse simplesmente abandonado.

⁶⁴ Essa forma de reação é em geral uma relação de paridade descoberta imperfeita. Pois sob a PDJ não há espaço para a defesa do regime através das taxas de juros já que essas seriam reflexos passivos das expectativas de depreciação.

⁶⁵ Sem esquecer que reajustes podem ocorrer dentro do regime.

tato quanto saibamos, não é nem óbvio nem documentado previamente na literatura. A magnitude da desvalorização após o abandono do controle cambial será o tema do próximo capítulo.

3) Por fim, vimos que apesar dos diferenciais calculados nessa secção não coincidirem perfeitamente à estratégia de *carry trade*, na maioria dos casos eles equivalem. Vimos no capítulo 2 que a literatura sobre a PDJ concorda em afirmar que os retornos dessa estratégia são positivos em média. Aqui, os resultados ilustram casos em que o *carry trade* tem retornos negativos. No decorrer dos casos analisados existem retornos previsíveis na especulação cambial; os juros altos sustentam retornos elevados por muito tempo. Durante e logo após o colapso, todavia, os retornos do *carry-trade* são tão negativos que compensam toda a composição dos retornos anteriores. No capítulo 6 analisaremos o impacto dos casos analisados acima nos retornos da estratégia de *carry trade*.